

2025 年 01 月 19 日

供应链出口回暖，重点推荐海泰新光

——医药行业周报（25/1/13-25/1/17）

投资评级：看好（维持）

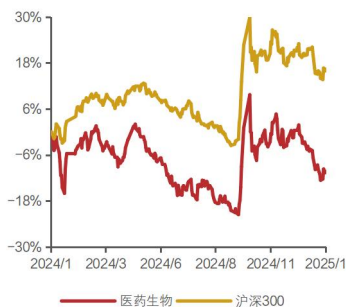
投资要点：

证券分析师

刘闯
SAC: S1350524030002
liuchuang@huayuanstock.com

联系人

板块表现：



- **本周医药市场表现分析：**1月13日至1月17日，沪深300指数上涨2.14%；医药生物（申万）指数上涨2.67%，相对沪深300指数超额收益为0.53%。从本周市场表现来看，医药整体有所反弹，医保局先后发文，就医保基金、医保共济、鼓励创新等方向提供增量信息，对后续医药的筑底反弹提供政策端有力支持。展望后市，我们认为医药已呈现多重底信号，2025年医药有望边际好转，结构性机会或值得期待。建议关注：1）2025年有望板块反转的医疗设备板块，包括开立医疗、联影医疗、华大智造、海泰新光、美好医疗等；2）集采落地、业务复苏的中药板块，包括昆药集团、太极集团、同仁堂、马应龙、盘龙药业等；3）医药最为明确的方向创新药，前期调整较为充分，建议关注和黄医药、翰森制药、益方生物、恒瑞医药、迪哲药业、泽璟制药、信立泰、康方生物、热景生物等。
- **医药指数和各细分领域表现、涨跌幅：**本周医药指数上涨（2.67%）。本周上涨个股数量435家，下跌个股数量57家，涨幅居前为大博医疗（+21.74%）、锦好医疗（+21.34%）、常山药业（+18.88%）、艾力斯（+18.54%）和南华生物（+16.73%），跌幅居前为*ST普利（-15.63%）、康为世纪（-14.19%）、九典制药（-11.23%）、*ST 大药（-10.58%）和*ST 吉药（-8.33%）。
- **深化硬镜龙头史赛克合作，出口回暖海泰新光有望重回正轨：**2023年部分医疗器械产品出口因境外库存积压，订单波动较大，2024年包括内窥镜为代表的产品采购需求逐步恢复，2024年前三季度，全球硬镜巨头史赛克内窥镜营收23.83亿美元，同比增长11%，相较2023年增速放缓，季度间增速回落明显。境外库存及下游合作客户推广情况，使得国内供应链上游公司短期业绩承压，2024H1海泰新光美国营收占比为59%，受美国大客户持续降库存影响，采购进度放缓，公司2024年整体业务有所波动，24年前三季度营收同比下滑15%，随着境外采购需求逐步恢复，公司持续深化与史赛克的全方位合作，业务有望回暖，重点推荐。
- **投资观点及建议关注标的：**2024年医药指数下跌超14%，我们认为，医药现已呈现多重底部信号，医改影响或逐步调整到位，板块估值、持仓均处于近年来底部，2025年业绩也有望迎来企稳回升。展望2025年，医药已具备多方面的积极发展因素，1）创新产业已经初具规模，多家公司的创新布局迎来收获，传统pharma也已经完成创新的华丽转身；2）出海能力持续提升，创新药械的license out频频出现，中国企业已成为全球MNC非常重视的创新转换来源，另外医疗设备、供应链等已在全球范围内占据较高的地位，在欧美发达市场以及新兴市场持续崭露头角；3）老龄化持续加速，银发经济长坡厚雪；4）支付端看，医保收支仍在稳健增长，同时医保局积极推动商业保险的发展，构建多层次支付体系。具体配置方面，建议关注创新药械（pharma以及临床早期资产）、出海（医疗器械、高端生物药和制剂以及供应链）、国产替代（医疗设备和耗材）、老龄化及院外消费（家用器械、中药等）、高壁垒行业（血制品、麻药），同时建议积极关注底部资产。
- **本周投资组合：**昆药集团、海泰新光、开立医疗、鱼跃医疗、泽璟制药；
- **一月投资组合：**昆药集团、开立医疗、美好医疗、和黄医药、东诚药业、普门科技、派林生物、鱼跃医疗、科兴制药、信达生物。

风险提示：行业竞争加剧风险，政策变化风险，行业需求不及预期风险。

内容目录

1. 内窥镜产业链出口逐步回暖，关注海泰新光.....	4
2. 行业观点：坚持创新+出海+老龄化主线，关注估值修复机会.....	5
3. 风险提示.....	12

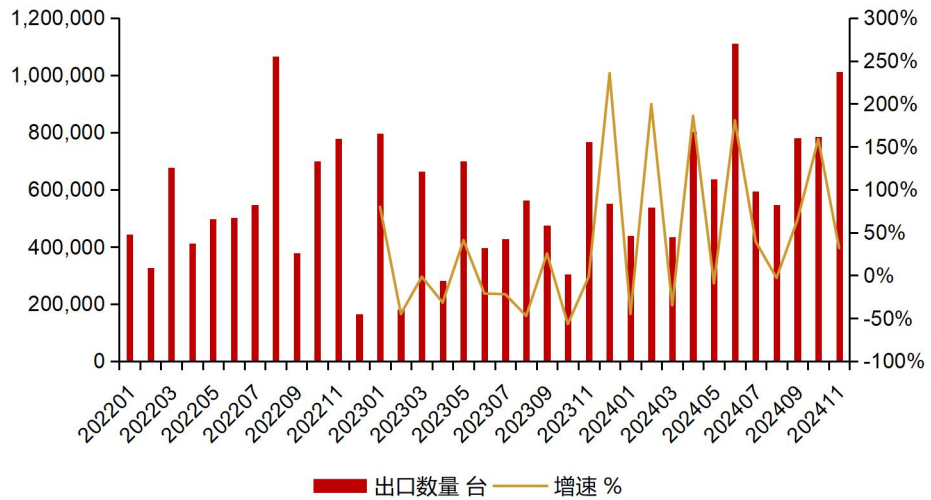
图表目录

图表 1: 2022.1-2024.11 内窥镜美国地区出口数量变化(台).....	4
图表 2: 2020Q1-2024Q3 史赛克内窥镜营收及增速(百万美元).....	4
图表 3: 2020Q1-2024Q3 海泰新光营收及增速(百万元).....	5
图表 4: 2024H1 海泰新光区域收入占比.....	5
图表 5: 2017-2023 年公司第一大客户销售额及占比(百万元).....	5
图表 6: 本周申万医药行业涨幅 Top10.....	6
图表 7: 本周申万医药行业跌幅 Top10.....	6
图表 8: 2024 年初至今医药指数表现.....	7
图表 9: 申万各板块年初至今涨跌幅情况.....	7
图表 10: 年初至今医药子板块涨跌幅情况.....	8
图表 11: 本周医药子板块表现情况.....	8
图表 12: 申万各板块 PE 估值情况 (截至 2025 年 1 月 17 日, 整体 TTM 法).....	8
图表 13: 申万医药及沪深 300 PE 估值情况 (截至 2025 年 1 月 17 日, 整体 TTM 法).....	9
图表 14: 申万医药各细分板块 PE 估值情况 (截至 2025 年 1 月 17 日, 整体 TTM 法).....	9
图表 15: 2024 年初至今医药成交额及占 A 股比例 (万亿).....	10

1. 内窥镜产业链出口逐步回暖，关注海泰新光

2022年，销往美国地区内窥镜产品较多，使得2023年月度出口波动较大，部分月份出口同比下滑显著，2024年美国内窥镜产品采购需求恢复，截至2024.11，销往美国地区内窥镜数量同比增长38.3%，境外推广回暖。

图表 1：2022.1-2024.11 内窥镜美国地区出口数量变化(台)



资料来源：海关总署，华源证券研究所

2024年前三季度，全球硬镜巨头史赛克内窥镜营收23.83亿美元，同比增长11%，相较于2023年增速放缓，并且每个季度同比增速均低于15%，增速回落明显。

图表 2：2020Q1-2024Q3 史赛克内窥镜营收及增速(百万美元)



资料来源：Wind，华源证券研究所

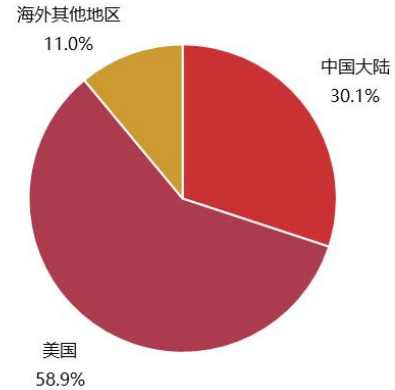
2024年前三季度，海泰新光营收3.19亿元，同比下滑15%，其中单三季度收入0.98亿元，同比下滑9.39%，较上半年下滑有所收窄。截至2024H1，海泰新光境外收入占比约为70%，其中美国占比为59%，受美国大客户持续降库存影响，采购进度放缓，公司2024年整体业务有所波动。

图表 3：2020Q1-2024Q3 海泰新光营收及增速(百万元)



资料来源：Wind，华源证券研究所

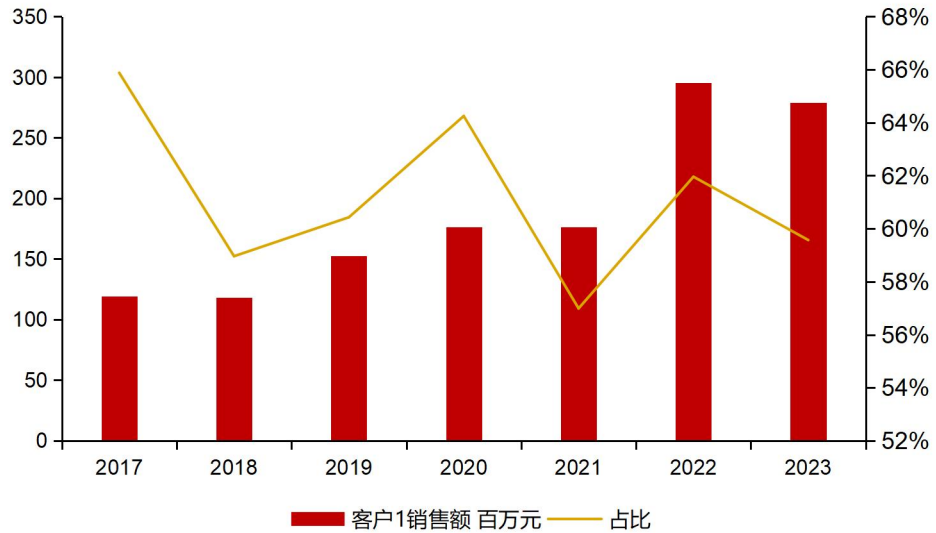
图表 4：2024H1 海泰新光区域收入占比



资料来源：Wind，华源证券研究所

2017-2023 年，公司与史赛克销售额自 1.19 亿增长至 2.79 亿，销售占比稳定在 60%左右水平，随着史赛克库存问题逐步缓解，采购恢复常态，同时史赛克全球影响力持续提高，和海泰合作维度不断丰富，对于上游核心供应商进一步赋能，有望带动公司收入快速增长。

图表 5：2017-2023 年公司第一大客户销售额及占比(百万元)



资料来源：海泰新光公告，华源证券研究所

注：第一大客户为美国史赛克

2. 行业观点：坚持创新+出海+老龄化主线，关注估值修复机会

本周、本月、年初至今医药指数涨跌幅分别为 2.67%、-3.84%和-3.84%，相对沪深 300 指数的超额收益分别为 0.53%、-0.73%和-0.73%。

个股情况：本周上涨个股数量 435 家，下跌个股数量 57 家，涨幅居前为大博医疗（+21.74%）、锦好医疗（+21.34%）、常山药业（+18.88%）、艾力斯（+18.54%）和南华生物（+16.73%），跌幅居前为*ST 普利（-15.63%）、康为世纪（-14.19%）、九典制药（-11.23%）、*ST 大药（-10.58%）和*ST 吉药（-8.33%）。

图表 6：本周申万医药行业涨幅 Top10

排序	代码	名称	市值（亿元）	本周表现	本月至今表现	年初至今表现
1	002901.SZ	大博医疗	146.8	21.74%	14.95%	14.95%
2	872925.BJ	锦好医疗	13.7	21.34%	20.19%	20.19%
3	300255.SZ	常山药业	182.2	18.88%	-0.80%	-0.80%
4	688578.SH	艾力斯	313.3	18.54%	16.23%	16.23%
5	000504.SZ	南华生物	30.4	16.73%	10.30%	10.30%
6	002950.SZ	奥美医疗	61.2	14.98%	10.77%	10.77%
7	688235.SH	百济神州-U	1656.6	13.40%	13.14%	13.14%
8	600851.SH	海欣股份	54.4	12.57%	5.00%	5.00%
9	603669.SH	灵康药业	38.5	11.95%	1.71%	1.71%
10	000590.SZ	启迪药业	17.3	11.40%	1.69%	1.69%
11	801150.SI	医药生物(申万)		2.67%	-3.84%	-3.84%
12	000300.SH	沪深 300		2.14%	-3.11%	-3.11%

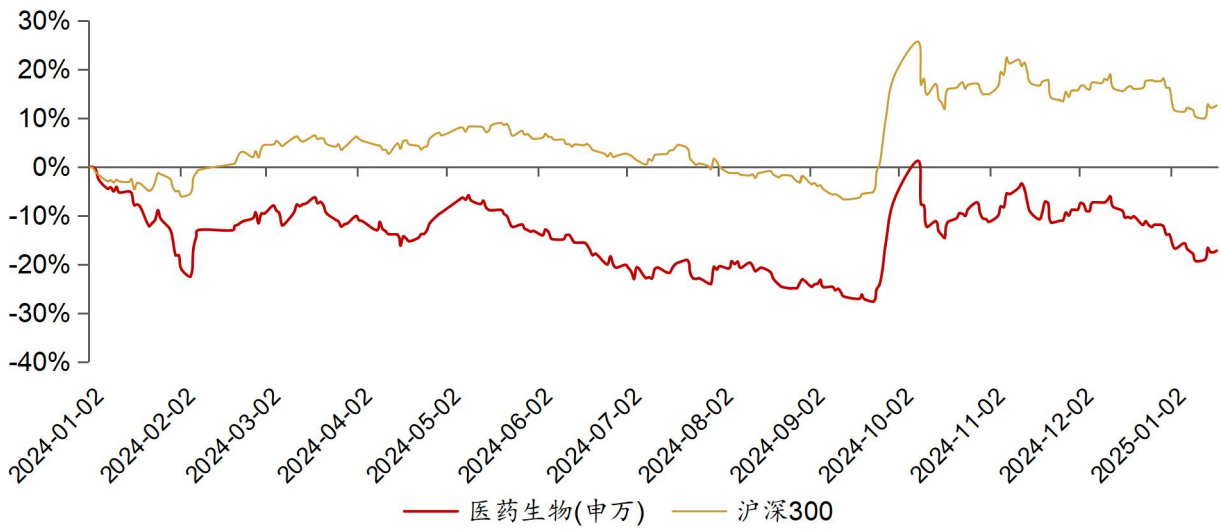
资料来源：Wind，华源证券研究所

图表 7：本周申万医药行业跌幅 Top10

排序	代码	名称	市值（亿元）	本周表现	本月至今表现	年初至今表现
1	300630.SZ	*ST 普利	13.4	-15.63%	-56.39%	-56.39%
2	688426.SH	康为世纪	29.5	-14.19%	-8.46%	-8.46%
3	300705.SZ	九典制药	75.7	-11.23%	-14.99%	-14.99%
4	603963.SH	*ST 大药	4.1	-10.58%	-23.14%	-23.14%
5	300108.SZ	*ST 吉药	8.8	-8.33%	3.13%	3.13%
6	002872.SZ	ST 天圣	11.3	-8.03%	-21.81%	-21.81%
7	600513.SH	联环药业	26.9	-7.82%	-4.84%	-4.84%
8	600129.SH	太极集团	115.8	-7.18%	-15.86%	-15.86%
9	600521.SH	华海药业	219.3	-5.86%	-16.34%	-16.34%
10	301207.SZ	华兰疫苗	102.0	-5.41%	-3.08%	-3.08%
11	801150.SI	医药生物(申万)		2.67%	-3.84%	-3.84%
12	000300.SH	沪深 300		2.14%	-3.11%	-3.11%

资料来源：Wind，华源证券研究所

图表 8：2024 年初至今医药指数表现



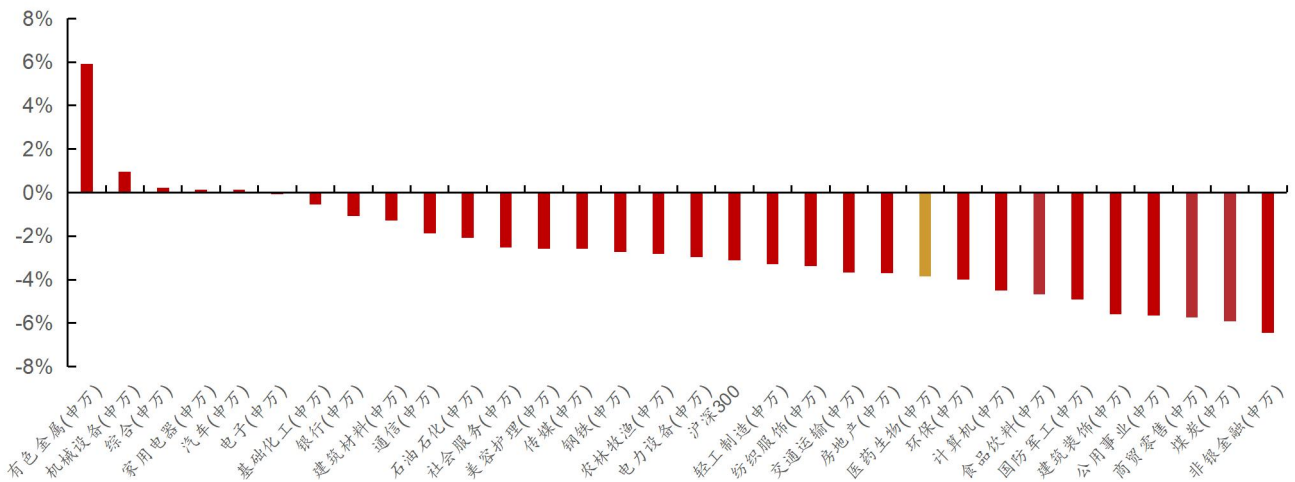
资料来源：Wind, 华源证券研究所

细分赛道涨跌幅情况：

本周，生物制品（3.2%）、医疗器械（3.1%）、化学制剂（2.9%）表现相对较好，医药商业（1.7%）、中药（2.1%）、医疗服务（2.2%）相对涨跌幅靠后。

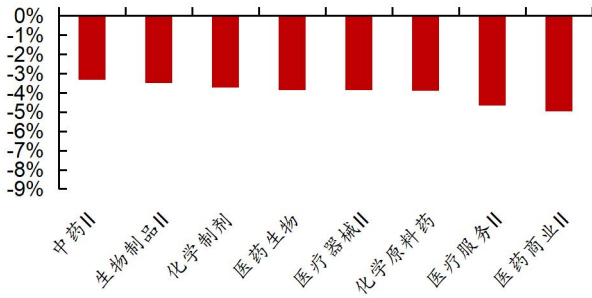
年初以来，中药（-3.3%）、生物制品（-3.5%）、化学制剂（-3.7%）涨跌幅排名靠前，医药商业（-4.9%）、医疗服务（-4.6%）及化学原料药（-3.9%）相对跌幅较大。

图表 9：申万各板块年初至今涨跌幅情况



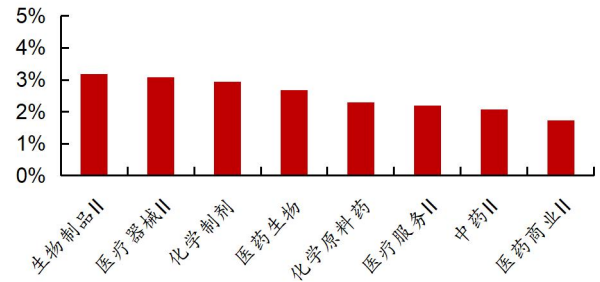
资料来源：Wind, 华源证券研究所

图表 10: 年初至今医药子板块涨跌幅情况



资料来源: Wind, 华源证券研究所

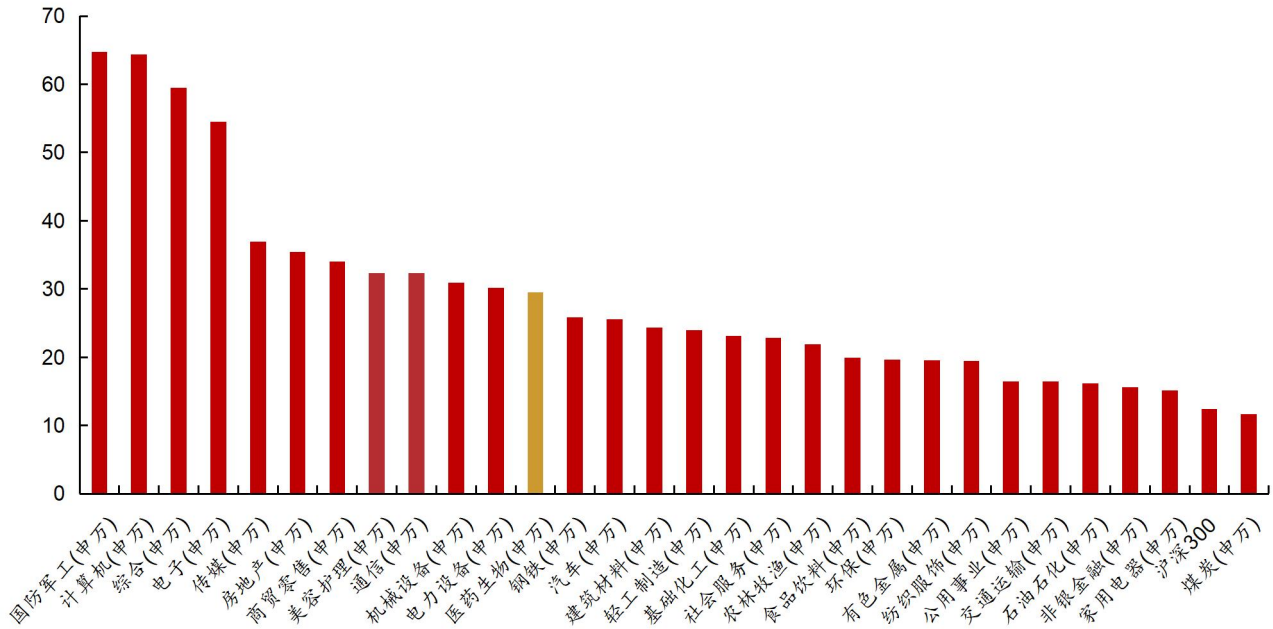
图表 11: 本周医药子板块表现情况



资料来源: Wind, 华源证券研究所

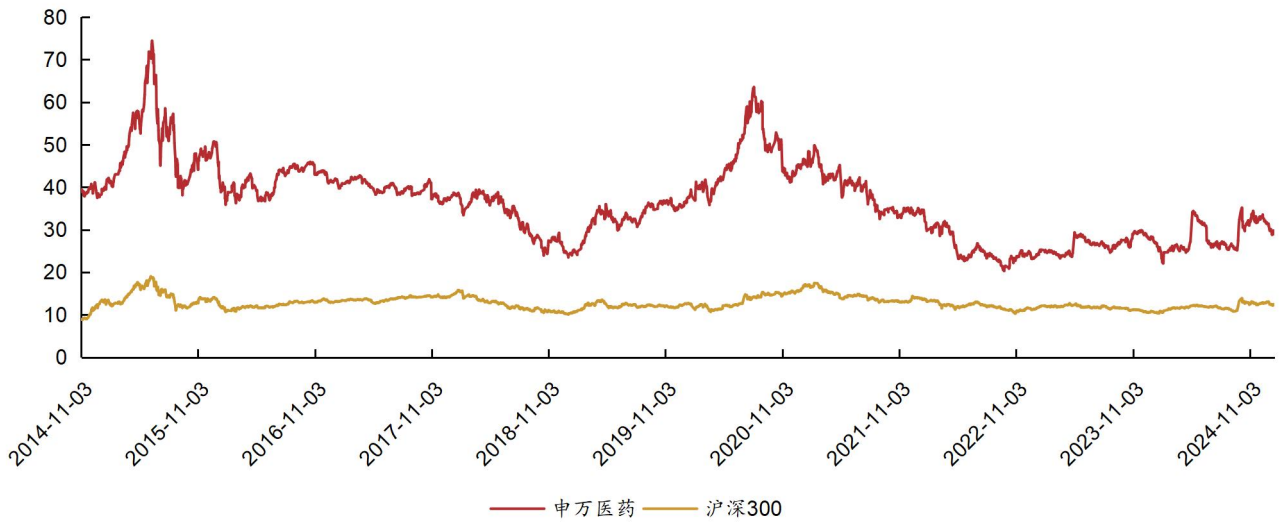
板块估值: 截至 2025 年 1 月 17 日, 申万医药板块整体 PE 估值为 29.6X, 在申万一级分类中排第 12, 从 PE 绝对值来看, 目前医药估值仍在历史相对较低位置。各细分板块估值情况, 目前化学制剂、生物制品和化学原料药等板块估值相对较高, 医药商业和中药估值相对较低。

图表 12: 申万各板块 PE 估值情况 (截至 2025 年 1 月 17 日, 整体 TTM 法)



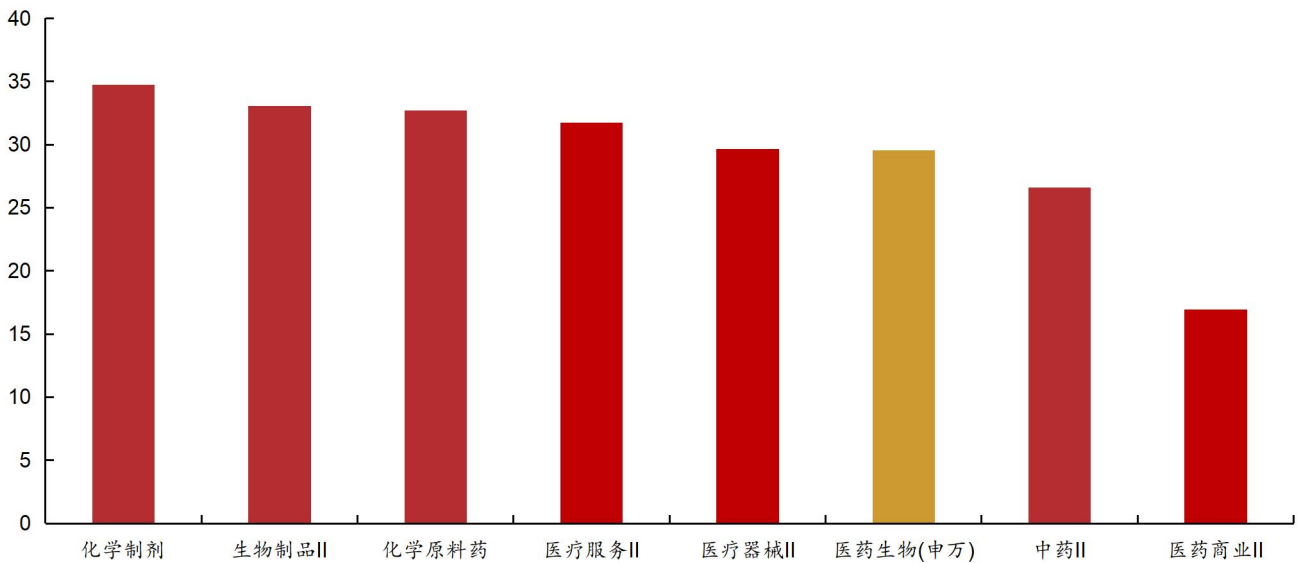
资料来源: Wind, 华源证券研究所

图表 13: 申万医药及沪深 300 PE 估值情况 (截至 2025 年 1 月 17 日, 整体 TTM 法)

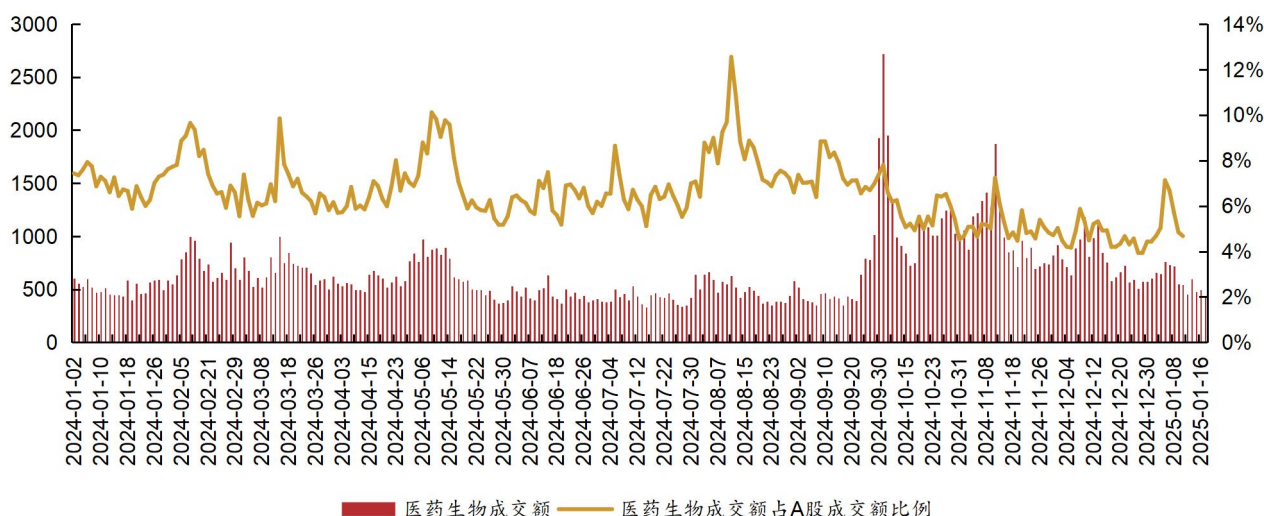


资料来源: Wind, 华源证券研究所

图表 14: 申万医药各细分板块 PE 估值情况 (截至 2025 年 1 月 17 日, 整体 TTM 法)



资料来源: Wind, 华源证券研究所

图表 15：2024 年初至今医药成交额及占 A 股比例（万亿）


资料来源：Wind，华源证券研究所

投资观点：2024 年医药指数下跌超 14%，我们认为核心原因是新一轮医改进入深水区、政策扰动加速所致，其中行业整顿持续进行，院内 DRG/DIP 进一步推广，院外医保品种政策调整，以及集采持续扩面等。当前位置，我们认为医药已经呈现多重底，医改影响或逐步调整到位，板块估值、持仓均处于近年来底部，业绩也有望迎来企稳回升。具体来看，目前医药板块整体 PE 估值为 29X 左右，处于历史较低位置，截止 2024 年 9 月 30 日，公募基金医药持仓较 6 月 30 日进一步降低。展望 2025 年，我们认为医药已具备多方面的积极发展因素，1) 创新产业已经初具规模，多家公司的创新布局迎来收获，传统 pharma 也已经完成创新的华丽转身；2) 出海能力持续提升，创新药械的 license out 频频出现，中国企业已成为全球 MNC 非常重视的创新转换来源；3) 老龄化持续加速，银发经济长坡厚雪；4) 支付端看，医保收支仍在稳健增长，同时医保局积极推动商业保险的发展，构建多层次支付体系。

整体来看，我们认为当前医改影响或逐步调整到位，行业有望边际好转，看好 2025 年医药否极泰来，结构性高增长的细分领域和个股值得期待。2024 年初至今跌幅位列申万所有行业第一，25Q1 反弹概率较大，当前位置适合战略性布局，坚持“创新+出海+老龄化”主线，重点布局低估资产，建议关注以下方向：

1) 创新药械及产业链：国务院明确表态支持创新药全产业链发展，多地陆续出台相关政策，我们认为创新药/械及产业是较为明确的产业趋势，建议关注恒瑞医药、和黄医药、科伦博泰、翰森制药、康方生物、信达生物、泽璟制药、信立泰、热景生物、科兴制药、广生堂、赛诺医疗等。产业链方面，建议关注药明康德、药明生物、康龙化成、泰格医药、百普赛斯等。

2) 出海：欧美占据全球医药主要市场份额，市场空间大，新兴市场正在快速发展，海外潜在增量十分可观，建议关注迈瑞医疗、联影医疗、华大智造、鱼跃医疗、三诺生物、美好医疗、海泰新光、科兴制药等。

3) 国产替代: 国产替代依旧是未来几年较为确定的产业趋势, 其中内窥镜、微电生理等市场空间大、竞争格局好、国产率低, 主要建议关注开立医疗、澳华内镜、惠泰医疗、微电生理等。

4) 老龄化及院外消费: 随着 50 岁以上的老年化群体持续扩大, 相关的健康消费需求有望稳步增长, 建议关注昆药集团、鱼跃医疗、可孚医疗、华润三九、同仁堂、马应龙、羚锐制药、盘龙药业等。

5) 高壁垒行业: 麻药和血制品行业需求较为稳健, 供给端相对稳定, 建议关注麻药(人福医药、恩华药业、国药股份等)、血制品(派林生物、天坛生物、博雅生物等)。

6) 小而美标的: 随着市场情绪显著好转, 部分前期估值受到压制、但业绩稳健或高增长公司有望迎来估值修复, 建议关注百洋医药、普门科技、盘龙药业、方盛制药、立方制药、麦澜德等。

本周投资组合: 昆药集团、海泰新光、开立医疗、鱼跃医疗、泽璟制药;

一月投资组合: 昆药集团、开立医疗、美好医疗、和黄医药、东诚药业、普门科技、派林生物、鱼跃医疗、科兴制药、信达生物。

3. 风险提示

1) 行业竞争加剧风险：随着我国医药产业的不断创新与进步，不排除持续有新进竞争者加入从而造成竞争加剧的风险；

2) 政策变化风险：分级诊疗、医保支付改革持续成为医改重心，医保控费大趋势、带量采购等让医药产业中下游的收入利润有承压风险；

3) 行业需求不及预期风险：若终端需求不及预期，将会对公司业绩产生负面影响。

证券分析师声明

本报告署名分析师在此声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本报告表述的所有观点均准确反映了本人对标的证券和发行人的个人看法。本人以勤勉的职业态度，专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观的出具此报告，本人所得报酬的任何部分不曾与、不与、也不将会与本报告中的具体投资意见或观点有直接或间接联系。

一般声明

华源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告是机密文件，仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司客户。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测等只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特殊需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告所载的意见、评估及推测仅反映本公司于发布本报告当日的观点和判断，在不同时期，本公司可发出与本报告所载意见、评估及推测不一致的报告。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。本公司不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式修改、复制或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如征得本公司许可进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华源证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司销售人员、交易人员以及其他专业人员可能会依据不同的假设和标准，采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论或交易观点，本公司没有就此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

信息披露声明

在法律许可的情况下，本公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司将会在知晓范围内依法合规的履行信息披露义务。因此，投资者应当考虑到本公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级说明

证券的投资评级：以报告日后的6个月内，证券相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入：相对同期市场基准指数涨跌幅在20%以上；

增持：相对同期市场基准指数涨跌幅在5%~20%之间；

中性：相对同期市场基准指数涨跌幅在-5%~+5%之间；

减持：相对同期市场基准指数涨跌幅低于-5%及以下。

无：由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

行业的投资评级：以报告日后的6个月内，行业股票指数相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好：行业股票指数超越同期市场基准指数；

中性：行业股票指数与同期市场基准指数基本持平；

看淡：行业股票指数弱于同期市场基准指数。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；

投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

本报告采用的基准指数：A股市场基准为沪深300指数，香港市场基准为恒生中国企业指数（HSCEI），美国市场基准为标普500指数或者纳斯达克指数。